瑞 茂 通(600180)/ 业务量有所收缩，半年度业绩下滑 8.1%

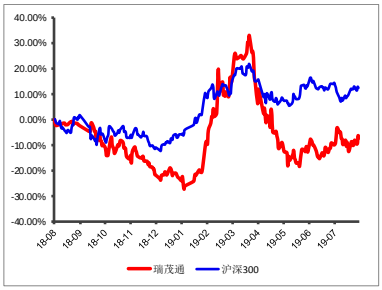
评级：增持(下调)

分析师：李俊松
执业证书编号：S0740518030001
Email：lijs@r.qlzq.com.cn
分析师：陈晨
执业证书编号：S0740518070011
Email：chenchen@r.qlzq.com.cn
分析师：张绪成
执业证书编号：S0740518050002
Email：zhangxc@r.qlzq.com.cn
研究助理：王瀚
Email：wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1.016.5
流通股本(百万股)	1,016.5
市价(元)	8.36
市值(百万元)	8,497.8
流通市值(百万元)	8,497.8

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	37,497	38,096	40,057	42,057	44,177
增长率 yoy%	76.60%	1.60%	5.15%	4.99%	5.04%
净利润	715	475	620	755	885
增长率 yoy%	34.69%	-33.51%	30.41%	21.71%	17.22%
每股收益（元）	0.70	0.47	0.61	0.74	0.87
每股现金流量	-2.03	3.87	-1.77	3.25	-1.66
净资产收益率	13.67%	8.33%	9.98%	10.95%	11.50%
P/E	11.88	17.87	13.70	11.26	9.61
PEG	6.47	0.78	2.45	6.13	0.42
P/B	1.62	1.49	1.37	1.23	1.10

备注：

投资要点

- **公司披露 2019 年度半年报：**实现营业收入 165.3 亿元（-18%），归属于上市公司股东净利润 3.21 亿元（-8.1%），其中 Q1、Q2 分别为 2.38、0.84 亿元，扣非后归母净利润为 1.93 亿元（-53.9%）。每股收益为 0.32 元（-8.1%），加权平均 ROE 为 5.5%（同比减少 1 个 pct）。
- **2019H1 煤炭业务量减少导致销售收入下降，但成本下降幅度更大导致盈利能力提升。**煤炭贸易是公司的绝对主导业务，2019H1 收入占比高达 81%，报告期内公司煤炭发运量 2908 万吨（-8.7%），其中实现境外销售超 400 万吨，同比增长 58.05%，境外能源消费市场开拓取得阶段性突破。2019H1 煤炭贸易销售收入 133.3 亿元（-15.0%），销售成本 121.80 亿元（-18.7%），毛利为 11.5 亿元（+64%）。煤炭吨煤价格 458 元/吨（-6.9%），吨煤成本 419 元/吨（-11.0%），吨煤毛利 40 元/吨（+79.9%），毛利率 8.7%（+4.2%）。
- **2019H1 非煤大宗贸易收缩明显。**公司非煤炭大宗商品主要有石油化工产品等能源商品。主要操作模式以现货贸易为基础，辅 以期货等金融衍生品工具，通过现货与期货的有机结合进行业务风险对冲，一方面为上下游产业链提供稳定的交易服务，另一方面规避了大宗商品价格波动风险，并赚取合理商业利润。根据公司战略调整，非煤大宗贸易在 2018 年基础上继续收缩，2019 年上半年公司非煤大宗贸易销售收入 2.86 亿元（-29%），销售成本 2.84 亿元（-25%），毛利率 0.8%（同比下降 5.9 个百分点）。
- **2019H1 政策调控与结构优化并行，供应链金融业务规模下降。**报告期内，国家实施“宽货币，紧信用”的宏观调控政策，民营企业信用贷款受限。为应对政策环境带来的资金压力，一方面，公司合理规划融资结构，降低部分融资成本较高的机构融资，同时积极尝试并创新融资方式，加大对低成本银行及其他金融机构融资业务的开拓力度；另一方面，根据实际经营需要，优化业务结构，适时调减商业保理等供应链金融业务规模，截至 2019 上半年末，公司应收保理款余额为 68.3 亿元，同比下降 17.9%，2019H1 供应链金融业务销售收入 336 百万元(-26%)，销售成本 178 万元(+9%)，毛利率 47.0%（同比下降 17 个百分点）。
- **2019H1 销售费用上升推动期间费用率上涨。**2019 年上半年，公司销售费用 8.88 亿元（+117.8%），系国际煤炭及煤焦业务规模增加所致；管理费用 1.75 亿元（+53.6%），系职工薪酬增长所致；财务费用 2.48 亿元（-37.3%），系融资规模较去年同期有所下降所致。三项期间费用率 7.9%，同比上升 3.4pct。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2019/20/21 年实现归属于母公司股东净利润分别为 6.2/7.6/8.9 亿元，折合 EPS 分别是 0.61/0.74/0.87 元/股，当前 8.36 元股价对应 PE 分别为 14/11/10 倍，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济低迷；利率市场偏紧。

图表1： 三张报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**37,497**	**38,096**	**40,057**	**42,057**	**44,177**
增长率	*76.6%*	*1.6%*	*5.1%*	*5.0%*	*5.0%*
营业成本	-34,710	-35,098	-36,795	-38,588	-40,485
%销售收入	*92.6%*	*92.1%*	*91.9%*	*91.8%*	*91.6%*
毛利	2,788	2,997	3,262	3,469	3,692
%销售收入	*7.4%*	*7.9%*	*8.1%*	*8.2%*	*8.4%*
营业税金及附加	-38	-42	-40	-42	-44
%销售收入	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*
营业费用	-1,222	-1,635	-1,682	-1,766	-1,855
%销售收入	*3.3%*	*4.3%*	*4.2%*	*4.2%*	*4.2%*
管理费用	-251	-278	-280	-294	-309
%销售收入	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*
息税前利润（EBIT）	1,277	1,043	1,260	1,366	1,483
%销售收入	*3.4%*	*2.7%*	*3.1%*	*3.2%*	*3.4%*
财务费用	-625	-680	-646	-614	-583
%销售收入	*1.7%*	*1.8%*	*1.6%*	*1.5%*	*1.3%*
资产减值损失	-83	30	20	20	20
公允价值变动收益	-144	93	0	0	0
投资收益	252	115	150	180	200
%税前利润	*37.2%*	*19.6%*	*19.5%*	*19.2%*	*18.1%*
营业利润	677	600	783	952	1,120
营业利润率	*1.8%*	*1.6%*	*2.0%*	*2.3%*	*2.5%*
营业外收支	2	-13	-13	-13	-13
税前利润	**679**	**587**	**770**	**939**	**1,107**
利润率	*1.8%*	*1.5%*	*1.9%*	*2.2%*	*2.5%*
所得税	-201	-73	-110	-144	-181
所得税率	*29.5%*	*12.5%*	*14.2%*	*15.3%*	*16.4%*
净利润	715	476	621	755	886
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	**715**	**475**	**620**	**755**	**885**
净利率	*1.9%*	*1.2%*	*1.5%*	*1.8%*	*2.0%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	715	476	621	755	886
加:折旧和摊销	12	12	11	13	8
资产减值准备	-83	30	0	0	0
公允价值变动损失	144	-93	0	0	0
财务费用	636	509	646	614	583
投资收益	-252	-115	-150	-180	-200
少数股东损益	0	1	1	1	1
营运资金的变动	-4,873	4,522	-2,927	2,101	-2,966
经营活动现金净流	**-2,064**	**3,930**	**-1,799**	**3,303**	**-1,689**
固定资本投资	6	0	-10	-10	-10
投资活动现金净流	**774**	**-257**	**130**	**160**	**180**
股利分配	-72	-72	-62	-75	-88
其他	1,269	-3,622	1,957	-2,990	1,676
筹资活动现金净流	**1,197**	**-3,693**	**1,895**	**-3,065**	**1,587**
现金净流量	**-93**	**-20**	**226**	**398**	**78**

资产负债表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,310	4,395	4,621	5,019	5,097
应收款项	4,774	4,337	4,859	4,410	4,937
存货	1,429	959	1,444	975	1,462
其他流动资产	10,356	8,794	9,164	9,583	9,993
流动资产	19,869	18,485	20,089	19,988	21,489
%总资产	*93.9%*	*89.7%*	*90.4%*	*90.4%*	*90.9%*
长期投资	1,222	2,043	2,093	2,143	2,193
固定资产	14	14	16	18	25
%总资产	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*
无形资产	16	34	40	46	50
非流动资产	1,291	2,114	2,122	2,132	2,147
%总资产	*6.1%*	*10.3%*	*9.6%*	*9.6%*	*9.1%*
资产总计	**21,160**	**20,599**	**22,211**	**22,119**	**23,635**
短期借款	3,604	4,072	6,803	4,500	6,828
应付款项	7,077	8,702	7,181	8,811	7,297
其他流动负债	1,903	1,140	1,084	1,031	980
流动负债	12,583	13,915	15,068	14,342	15,105
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	3,342	973	924	878	834
负债	**15,926**	**14,888**	**15,992**	**15,220**	**15,939**
普通股股东权益	5,231	5,708	6,215	6,894	7,690
少数股东权益	3	4	5	5	6
负债股东权益合计	**21,160**	**20,599**	**22,211**	**22,119**	**23,635**

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益(元)	0.70	0.47	0.61	0.74	0.87
每股净资产(元)	5.15	5.62	6.11	6.78	7.57
每股经营现金净流(元)	-2.03	3.87	-1.77	3.25	-1.66
每股股利(元)	0.07	0.07	0.06	0.07	0.09
回报率					
净资产收益率	13.67%	8.33%	9.98%	10.95%	11.50%
总资产收益率	3.38%	2.31%	2.79%	3.42%	3.75%
投入资本收益率	14.25%	11.24%	17.79%	13.39%	18.45%
增长率					
营业总收入增长率	76.60%	1.60%	5.15%	4.99%	5.04%
EBIT增长率	29.56%	-16.79%	13.80%	9.85%	8.97%
净利润增长率	34.69%	-33.51%	30.41%	21.71%	17.22%
总资产增长率	29.22%	-2.65%	7.83%	-0.41%	6.85%
资产管理能力					
应收账款周转天数	37.5	41.9	40.2	38.6	37.1
存货周转天数	8.7	11.3	10.8	10.4	9.9
应付账款周转天数	21.6	34.1	32.7	31.4	30.2
固定资产周转天数	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
偿债能力					
净负债/股东权益	68.80%	17.19%	52.06%	11.37%	32.92%
EBIT利息保障倍数	2.3	1.8	2.1	2.5	2.9
资产负债率	75.26%	72.27%	72.00%	68.81%	67.44%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。